

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

FACULDADE DE DIREITO

MESTRADO EM DIREITO DAS EMPRESAS E DOS NEGÓCIOS



**UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA**

Tese de Mestrado

“O Contrato de Swap: Em Especial a sua Licitude e Resolução por Alteração Anormal das Circunstâncias”

David Gloaguen da Silva

Orientador: Professor Doutor Engrácia Antunes

Porto, 30 de Outubro de 2015

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, quero deixar um agradecimento expresso à Universidade Católica Portuguesa, por me ter fornecido todas as condições para uma formação académica de excelência.

Deixo ainda um agradecimento pessoal ao Sr. Professor Doutor Engrácia Antunes, orientador da presente dissertação, pela disponibilidade e motivação incutida na elaboração do trabalho que aqui se apresenta.

Aos meus pais, pelo apoio, carinho e valores incutidos, e aos meus amigos, por estarem sempre presentes na minha vida.

“Derivatives are financial weapons of mass destruction”

Warren Buffet, 2002

ÍNDICE REMISSIVO

1) Introdução.....	6
2) Evolução histórica do contrato de <i>Swap</i>	7
2.1) Sistema de Bretton Woods.....	7
2.2) Pós-sistema de Bretton Woods.....	8
2.3) Antecedentes do contrato de <i>swap</i>	9
3) O contrato de <i>Swap</i>	11
3.1) Mecanismo económico subjacente ao contrato de <i>Swap</i> ;.....	11
3.2) Conceito e natureza jurídica do contrato de <i>Swap</i>	14
3.3) Vantagens e desvantagens do contrato de <i>Swap</i>	16
a. Cobertura de risco (“ <i>hedging</i> ”).....	16
b. Especulação (“ <i>trading</i> ”).....	18
c. Arbitragem (“ <i>arbitrage</i> ”).....	19
3.4) Tipos de <i>Swap</i> :	19
a. <i>Swap</i> de divisas;.....	19
b. <i>Swap</i> de taxas de juro;.....	21
c. <i>Swaps</i> híbridos.....	23
4) Caracterização jurídica do contrato de <i>Swap</i>	24
5) Licitude do contrato de <i>Swap</i> em Portugal:.....	26
5.1) <i>Swap</i> como contrato de jogo e aposta.....	26
5.2) Deveres de informação.....	31
6. Resolução do contrato por alteração das circunstâncias:.....	32
6.1) Problema – Álea enquanto risco próprio do contrato;.....	34
6.2) Descida abrupta das taxas de juro enquanto alteração anormal das circunstâncias?.....	35
7. Conclusão.....	37

SIGLAS E ABREVIATURAS

CC – Código Civil;

CVM. – Código dos Valores Mobiliários;

CMVM – Comissão de Mercado e Valores Mobiliários;

EUA – Estados Unidos da América;

ISDA – International Swap Dealer Association;

OTC – Over The Counter;

USD – United States Dollar;

Reg. – Regulamento;

Dir. – Diretiva;

Ob.cit. – Obra Citada;

Pág. – Página;

ss. – Seguintes;

Cfr. – Conferir;

Ac. – Acórdão;

STJ – Supremo Tribunal de Justiça;

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa;

TRP – Tribunal da Relação do Porto;

TRG – Tribunal da Relação de Guimarães;

TRC – Tribunal da Relação de Coimbra;

RLJ – Revista de Legislação e Jurisprudência.

1) INTRODUÇÃO

O crescente movimento de globalização empresarial e de inovação financeira, aliado a profundas transformações que ocorreram nos mercados financeiros, levou a que a atuação dos agentes económicos nos mercados se tornasse progressivamente imprevisível.

Complementarmente, assistiu-se a uma “profusão quantitativa e qualitativa”¹ de instrumentos financeiros derivados destinados, essencialmente, a proporcionar às empresas um “indispensável meio de salvaguarda face às variações das taxas de câmbio, das taxas de juro, da inflação, das cotações bolsistas, do preço das matérias-primas, ou outras contingências análogas”².

Os instrumentos derivados, não obstante as suas virtudes e da sua capacidade de tirar partido das melhores condições de financiamento dos mercados financeiros, estão nuclearmente ligados ao fenómeno da especulação, tendo sido considerados por alguns a “besta negra da finança”³ e “armas financeiras de destruição em massa”⁴.

Dentro do universo dos instrumentos financeiros derivados encontra-se a figura jurídica do contrato de *swap*.

Tradicionalmente, este contrato era considerado um “contrato feliz”⁵, por não ser objeto de qualquer litígio judicial. Todavia, nos últimos anos, esta tendência começou a inverter-se, tanto em Portugal como internacionalmente.

Embora a primeira decisão judicial nacional sobre esta matéria date de 2011, é legítimo afirmar que este assunto saltou para a ribalta no final de 2012 e início de 2013, quando os meios de comunicação social relataram as perdas potenciais de determinadas empresas públicas portuguesas, decorrentes da execução de contratos de *swap*.

Tratando-se de um contrato controverso, cuja validade e suscetibilidade de resolução não são pacíficas à luz do nosso direito positivo, este trabalho pretende, além de enunciar as

¹ Cfr. ANTUNES, José Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, Coimbra, Al Medina, 2009, pág. 15.

² Cfr. Engrácia Antunes, ob.cit. pág. 15.

³ Cfr. Alfred Steinherr, Derivatives The Wild Beast of Finance: A Path to Effective Globalisation?

⁴ Esta frase foi proferido por Warren Buffett em 2002, num discurso com acionistas da sociedade holding Berkshire Hathaway.

⁵ Esta expressão foi primeiramente empregue por Maria Clara Calheiros, em O Contrato de Swap, Coimbra, Coimbra Editora, 2000.

características e natureza jurídica do contrato de *swap*, debruçar-se sobre a ocorrência de determinadas circunstâncias que podem inquirir a sua validade, bem como a suscetibilidade de a este contrato ser aplicável o instituto jurídico da alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar, plasmado no artigo 437º do CC.

2) Evolução histórica do contrato de *Swap*;

2.1) Sistema de Bretton Woods

Para uma melhor compreensão das circunstâncias que levaram à proliferação dos contratos *swap* e restantes instrumentos derivados que conhecemos hoje em dia, é necessário, primeiramente, efetuar uma retrospectiva histórica para perceber o que se alterou no sistema económico-político, tornando apetecível a celebração desses contratos.

Até 1973, o contexto económico mundial obedecia ao sistema monetário internacional, criado pelos Acordos de Bretton Woods, em Julho de 1944, que constitui o Fundo Monetário Internacional. Este regime obedecia a dois pilares estruturais fundamentais: - o modelo de padrão-ouro e a convertibilidade do dólar em ouro e um regime cambial de paridades fixas. Por outras palavras, e transcrevendo a análise minuciosa de Maria Clara Calheiros, “cada país membro do Fundo era obrigado a declarar o valor do câmbio da sua moeda em termos de Gramas de ouro fino e bem assim como em relação ao dólar, cuja paridade era de 35 dólares por onça de ouro fino. As bases do sistema estavam reguladas por normas específicas sobre a paridade das moedas, regras respeitantes à sua modificação (desvalorizações e valorizações) e especificações quanto ao controlo monetário⁶”, existindo um forte controlo do Fundo Monetário Internacional em relação a toda alteração da paridade estabelecida.

Por outras palavras, reinava nos mercados financeiros uma grande estabilidade, particularmente em relação à evolução das taxas de câmbio e de juros, bem como às matérias-primas e baixas taxas de inflação.⁷

⁶ Vide, para uma análise minuciosa do desenrolar dos acontecimentos desde 1944 até 1973, data do abandono do sistema de Bretton Woods, Calheiros, Maria Clara, ob.cit. pág. 14 e ss.

⁷ É igualmente de salientar o contributo de Esteves, João Cantiga, em Cadernos de Swap Revisitados, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 44.

No entanto, o eclodir da Guerra dos EUA contra o Vietname, e as necessidades de financiamento dos EUA para fazer face a extraordinárias despesas militares, levou a que, em 1971, o Presidente Nixon suspendesse formalmente a convertibilidade do dólar em ouro.⁸

Todo este cenário de depressão económica alimentou uma incerteza crescente nos mercados de capitais, nomeadamente ao nível da evolução das taxas de juro, câmbio e de matérias-primas e ainda a existência de grandes taxas de inflação.⁹

Em conclusão, verifica-se que ocorreu, a nível macroeconómico, uma mudança de paradigma: de um modelo estável, em que o risco era a exceção, para um modelo extremamente instável e incerto, em que as empresas e demais intervenientes no mercado sentiram a necessidade de desenvolver ferramentas de gestão de risco, para se proteger de subidas inesperadas de taxas de juro, de câmbio, e de matérias-primas.¹⁰

2.2) Pós-sistema de Bretton-Woods:

Estavam, por conseguinte, lançadas as bases para a utilização massiva de instrumentos financeiros derivados, tendo como objetivo a gestão de risco cambial e de taxa de juro.¹¹

⁸ Com efeito, “com o início da década de 70, e com as necessidades de financiamento da Guerra do Vietname, os EUA iniciaram uma política de criação de moeda sem limites e sem ligação à economia real, pondo em causa o Sistema de Bretton Woods sobretudo quando foram forçados a decretar a inconvertibilidade do USD em Ouro, passo decisivo para o fim do Modelo de Padrão-Ouro. Esse facto, reforçado pela imediata e inevitável desvalorização do USD e a subsequente Grande Crise Petrolífera dos anos 70, conduziu ao fim dos câmbios fixos, segundo grande pilar do Modelo de Bretton Woods, e ao advento dos câmbios flutuantes ou flexíveis.” Vide, Esteves, João Cantiga, *Cadernos de Swap Revisitados, Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, 44. Cumpre igualmente salientar a relevância no que toca à crise do sistema de Bretton Woods, do forte investimento de capitais no estrangeiro por parte de multinacionais norte-americanas, para além do falhanço do duplo mercado internacional estabelecido em 1968 para o ouro. Para mais desenvolvimentos, Vide Calheiros, Maria Clara, *ob.cit.* pág. 14 e ss.

⁹ Maria Clara Calheiros destaca ainda a importância da alteração de comportamento dos intervenientes nos mercados financeiros, nomeadamente da clientela dos bancos, mostrando-se cada vez menos passivos na negociação dos seus créditos e débitos, levando os bancos a dar azo à sua criatividade financeira, obrigando-se e às empresas a um esforço de gestão da instabilidade e incerteza. Cfr. Calheiros, Maria Clara, *ob.cit.* pág. 17.

¹⁰ Sendo que o preço do crude é o exemplo mais evidente a este respeito, atendendo aos choques petrolíferos que tiveram lugar a partir de 1970.

¹¹ Os instrumentos derivados já eram, no sistema de Bretton Woods, populares enquanto meio de cobertura do risco de subida do preço de determinadas matérias-primas, como os cereais, sendo que, após o colapso do sistema monetário internacional, foram adaptados ao mundo financeiro em alta escala.

Estes instrumentos financeiros, fenómeno jurídico intimamente ligado ao movimento de “inovação financeira” que anima e caracteriza os mercados de capitais das últimas décadas,¹¹ e já apelidados por Alfred STEINHERR de “besta selvagem da finança” têm uma dimensão altíssima hoje em dia. Com efeito, e “de acordo com um estudo recente, o mercado organizado de derivados movimentou em 2007 mais de 6 biliões de futuros (de valor

Os instrumentos derivados, nos quais o contrato swap se insere, têm várias finalidades, sendo essencialmente “instrumentos financeiros de cobertura dos riscos inerentes à atividade económica (“*hedging*”), de especulação (“*trading*”) e de arbitragem (“*arbitrage*”)”¹². Ora, tendo em conta a alta instabilidade do sistema monetário, nomeadamente em relação à evolução das taxas de juro e das divisas, o contrato *swap*, enquanto instrumento derivado começou a afirmar-se como “antídoto face às flutuações monetárias e às das taxas de juro”.¹³

2.3) Antecedentes do contrato de Swap:

Como vimos, o contrato *swap* representa o culminar de uma evolução, resultante de diversos acontecimentos histórico-políticos. Os contratos de *swap* propriamente ditos apenas começaram a ser negociados na década de 1980. Todavia, a partir de 1970, existiam mecanismos jurídicos que permitiam de igual modo alcançar os mesmos objetivos económicos do *swap*, só que comportavam algumas desvantagens, razão pela qual deixaram de ser usados.

Um deles era a figura dos empréstimos paralelos, que consistia numa “transação realizada entre duas partes detentoras de situações financeiras exatamente opostas, que acordam reciprocamente emprestar quantias idênticas uma à outra, em divisas diferentes e por prazos iguais”¹⁴. O exemplo clássico desta figura consiste no seguinte: Numa época em que o controlo de câmbios estava em vigor, uma empresa americana (*NY Inc*), que possui uma filial no Reino-Unido (*UK Inc*) tem necessidade de obter financiamento para a sua filial. Uma das soluções consistiria em a filial da *NY Inc* financiar-se diretamente no seu país de residência, mas a taxas de juro mais elevadas pois o seu perfil de risco nesse país não seria o melhor, ou, não existindo controlo de câmbios, a empresa-mãe contrair um empréstimo no seu mercado nacional, em dólares, cambiá-lo em libras, e empresta-lo ulteriormente à sua filial. Sucede que, existindo controlo de câmbios, esta operação tornar-se-ia incrivelmente dispendiosa.

superior a 1,6 triliões de dólares) e 4 milhões de opções (de valor superior a 700 biliões de dólares), sendo ainda que o volume de derivados negociados fora do mercado organizado ascendeu a mais de 500 biliões de dólares.” (Cfr. Antunes, José Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, pag 123 e Bank of International Settlements, Semiannual OTC Derivatives Statistics at the End-June 2007, Basel, 2007.)

¹² Cfr. Antunes, José Engrácia, ob.cit. pág. 123-124.

¹³ Cfr. Calheiros, Maria Clara, ob.cit. pág. 18.

¹⁴ Cfr. Calheiros, Maria Clara, ob.cit. pág. 23.

Imaginemos agora que existe outra empresa numa situação simetricamente oposta; a *London Ltd*, que possui uma filial nos Estados-Unidos, e que deseja igualmente obter financiamento para a sua filial.

Neste caso, as duas sociedades-mães contrairiam um empréstimo nos seus mercados nacionais, aproveitando o seu perfil creditício para obter taxas de juro mais favoráveis e, de seguida, emprestariam esse montante à mesma taxa de juro às filiais da outra sociedade.¹⁵

Trata-se de um meio de aproveitamento das vantagens de *credit rating*, também presente no contrato *swap*, isto é, cada sociedade contrai um empréstimo nas melhores condições possíveis, e depois “transfere” essas condições para a sua filial sediada no estrangeiro.

No entanto, esta figura tinha vários inconvenientes, nomeadamente a impossibilidade de compensação, grandes dificuldades práticas¹⁶ e a sobrecarga dos balanços da sociedade-mãe e das filiais.

Outro mecanismo frequentemente utilizado consistia na figura dos empréstimos cruzados. Retomando o nosso exemplo, a *NY Inc* tomaria de empréstimo, no seu mercado nacional, uma quantia em dólares, a qual emprestaria à *London Ltd*, que por sua vez reemprestaria essa quantia à sua filial americana. A *London Ltd* faria o mesmo, mas no sentido inverso. Neste caso, em vez das sociedades-mãe mutuarem o dinheiro à filial uma da outra, o empréstimo era efetuado diretamente entre as sociedades-mãe, em dólares e libras (sem necessidade de câmbio) que, posteriormente, reemprestariam essas quantias às suas filiais.

Este mecanismo tinha a vantagem, relativamente aos empréstimos paralelos, de permitir a existência de cláusulas de compensação (pois cada sociedade-mãe é reciprocamente credora e devedora uma da outra, conferindo à operação maior proteção jurídica). No entanto, mantém-se o risco de sobrecarga no balanço das empresas e sobretudo, o risco de crédito presente nestas duas operações é elevadíssimo. Com efeito, na medida em que são celebrados, no mínimo, dois contratos autónomos de mútuo, a insolvência de uma

15 Exemplo retirado na obra de Maria Clara Calheiros, ob.cit. pág. 23 e 24, e também desenvolvidos na obra de MOURATO, Hélder, O Contrato de Swap de Taxa de Juro, Coimbra, Al Medina, 2014, pág. 30 e ss.

16 É necessário encontrar uma empresa com necessidades simetricamente opostas de financiamento.

das partes não exonera a outra do cumprimento da sua prestação. Esta teria de continuar a pagar a sua dívida mas era considerada credor comum na recuperação dos fundos mutuados!

Como veremos adiante, o contrato de *swap* resolve os mesmos problemas de anulação de custos de financiamento que estes mecanismos resolviam sem levantar os seus inconvenientes. Com efeito, o contrato *swap* “*reduz o risco creditício, já que (em virtude de apenas ser celebrado um único contrato) o incumprimento de uma das partes liberta a outra do cumprimento da obrigação respetiva e não implica uma variação nos elementos do ativo e do passivo da empresa*”¹⁷

3) O Contrato de Swap

3.1) Mecanismo económico subjacente ao contrato de Swap:

Face à inadequação dos mecanismos jurídicos mencionados supra, começaram a surgir os primeiros contratos de *swap*. O primeiro contrato *swap* de que há memória data de 1979 e foi posto em prática pela empresa de leasing *Roylease*, subsidiária do *Royal Bank of Canada*.¹⁸ No entanto, o ano que marcou o aparecimento deste derivado foi em 1981, no swap de divisas que envolveu o Banco Mundial e a IBM, operação intermediada pela *Salomon Brothers*.¹⁹ Este contrato *swap* em particular reveste particular importância na medida em que foi o seu sucesso que lançou as bases para a ampla utilização deste instrumento financeiro.

Procuraremos neste capítulo ensaiar uma definição do contrato *swap* e, posteriormente, proceder a análise do seu mecanismo económico, e dos objetivos visados pelas partes na contratação deste instrumento financeiro.

No entanto, antes de proceder à definição e natureza jurídica do contrato *swap*, julgamos ser conveniente, para perceber o mecanismo económico subjacente ao swap, ilustrar os objetivos que levam as partes a contratar o swap com um exemplo prático, com um contrato de *swap* de taxa de juro.

¹⁷ Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit. pág. 28.

¹⁸ Para mais desenvolvimentos, Vide a obra de FERREIRA, Domingues, Swaps e Outros Derivados, Letras e Conceitos, Lda, 2011, pág. 91.

¹⁹ Para uma análise deste contrato de *swap*, vide Maria Clara Calheiros, O contrato de Swap, pág. 28 e ss; Domingos Ferreira, O Contrato Swap e outros Derivados, pág. 92 e ss. e ainda Hélder Mourato, Swap de Taxa de Juro.

Imaginemos que determinada empresa (A) contraiu um empréstimo à taxa fixa de 10%, por um prazo de 3 anos. Todavia, A tem a expectativa que as taxas de juro de mercado (ex: *Euribor*) irão descer durante os próximos anos. A poderia renegociar as condições de financiamento, todavia o termo antecipado do contrato de mútuo celebrado acarretaria o pagamento de um prémio elevado de reinvestimento.

Imaginemos que outra empresa, B, contraiu um empréstimo à taxa variável, igualmente por 3 anos. No entanto, diferentemente de A, B teme uma subida das taxas de juro, pelo que deseja precaver-se e pagar uma taxa de juro fixa. Tal como acontece com A, o termo antecipado do contrato de mútuo celebrado seria altamente dispendioso.

Na medida em que os contratos de mútuo em questão são em tudo equivalentes (com exceção da taxa de juro: fixa para A e variável para B), e tendo em conta a vontade das duas empresas e a sua expectativa oposta em relação à evolução das taxas de juro, seria altamente favorável que a taxa de juro constante do contrato celebrado por A se “transferisse” para o contrato celebrado por B e vice-versa.

Ora, em termos económicos, é exatamente isso que o contrato de *swap* proporciona. Caso as empresas celebrem um contrato de *swap* de taxa de juro, A assumiria a obrigação de pagar as quantias devidas por B a título de juros, calculadas a taxa variável, e B pagaria as quantias de A, a título de juro, mas calculadas a taxa fixa.²⁰

Assim sendo, as partes obtêm o mesmo efeito que resultaria da renegociação das condições de financiamento, alterando a taxa de juro, mas evitando o pagamento do prémio devido pelo termo antecipado do contrato de mútuo.

Após a celebração do contrato *swap*, cada uma das partes terá a obrigação de efetuar pagamentos periódicos de juros, numa data pré-determinada, à contraparte, sendo que a quantia dos juros a ser paga por cada uma das partes será determinada pela aplicação da taxa de juro acordada no *swap* ao capital subjacente (que pode ser meramente hipotético). Por conseguinte, e dependendo da evolução da taxa de juro no mercado, uma das partes terá um saldo positivo e a outra um saldo negativo no resultado dos fluxos financeiros intercambiados.²¹

20 Este exemplo e a sua explicação foram retirados da obra de Maria Clara Calheiros, pág. 40 e ss.

21 Este exemplo tem por base um contrato relativamente simples, em que deixamos de fora a possibilidade de existência de *caps*, *floors*, *collars*, ou quaisquer cláusulas atípicas.

Em suma, a celebração deste contrato *swap* significa que, economicamente, cada uma das partes assume a obrigação de pagar reciprocamente as taxas de juro originariamente devidas pela contraparte (pela celebração do contrato de mútuo das duas empresas).

Importa ainda fazer referência ao conceito de parte no contrato *swap*. O contrato *swap* integra a participação de apenas duas partes.²² No entanto, na medida em que o *swap* envolve a alteração da posição financeira das partes, emergente de uma relação jurídica subjacente estabelecida com um terceiro²³, é legítimo perguntar qual o papel que este terceiro assumirá no contrato de swap, e se este interferirá de alguma forma com a referida relação jurídica subjacente.

A resposta é inequivocamente negativa. Com efeito, os direitos dos terceiros estão acautelados, na medida em que as obrigações emergentes da operação de empréstimo e toda a situação jurídica subjacente mantêm-se inalteradas entre o banco e o seu cliente, que responderá pelas condições de empréstimo convencionadas^{24, 25}.

Por conseguinte, no exemplo analisado acima, A manter-se-ia na obrigação de cumprir as suas obrigações de pagamento de juro a taxa FIXA contratualizadas com o seu banco. Todavia, em virtude do contrato de *swap* concluído com B, A passa a ser credor de B em relação ao pagamento de juros calculados à taxa variável (e B credor de A em relação a juros calculados a taxa fixa)²⁶. Assim sendo, na prática e economicamente, é como se A assumisse a obrigação de pagar as quantias devidas por B, a título de juros, e vice-versa. O somatório dos fluxos financeiros recíprocos intercambiados entre as partes do contrato *swap* é que provoca este efeito de “transferência” da taxa de juro constante do contrato de mútuo originário (taxa fixa e variável) entre as partes. Como muito bem afirma Engrácia Antunes,

22 Muito embora seja frequentemente celebrado através de um intermediário, que geralmente é uma instituição financeira.

23 Consistindo a maior parte das vezes num contrato de mútuo celebrado com uma instituição financeira.

24 Vide, Maria Clara Calheiros, ob. cit., pág. 130 e ss.

25 Como sabiamente escreve Carlos Ferreira de Almeida, “as prestações efetuam-se diretamente à outra parte, com autonomia em relação aos contratos com terceiros. Não há pois no *swap* assunção de dívida nem obrigação de cumprimento a terceiro.” Cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos, Contratos II – Conteúdo – Contratos de Troca, Coimbra, Almedina, 2010, pág. 118.

26 Num contrato *swap*, os pagamentos podem ser efetuados em fluxos periódicos (é o caso no exemplo sub judice) ou em liquidação final (o denominado *swap* a coupon zero). Cfr. PEREIRA DE ALMEIDA, António, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira da Almeida, Instrumentos Financeiros: Os Swaps, Coimbra, Almedina, 2011, pág. 37 e ss.

“as partes, mantendo as suas posições creditícias originárias, invertem as condições do respetivo endividamento gerando assim fluxos financeiros compensatórios”²⁷”.

3.2) Conceito e natureza jurídica do contrato de Swap:

Depois de analisar o mecanismo económico subjacente ao contrato *swap*, cumpre agora a árdua tarefa de ensaiar uma definição do conceito de *swap*.

Engrácia Antunes define o contrato de *swap* como *“o contrato pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente, geralmente uma determinada taxa de câmbio ou de juro.”*²⁸ De acordo com Carlos Ferreira de Almeida, *“swap é o contrato pelo qual as partes se obrigam reciprocamente a pagar, em data futura ou em sucessivas datas, o montante das obrigações da outra parte ou o produto da cobrança dos seus próprios créditos, tomando como referência passivos ou ativos, reais ou nocionais, assim como o contrato pelo qual uma das partes se obriga a pagar à outra a diferença em seu desfavor apurada pelo cálculo dos valores daquelas obrigações ou daqueles créditos.”*²⁹ Já Domingos Ferreira ensaia a seguinte definição: os contratos de *swap* são *“contratos em que as partes outorgantes se comprometem a trocar, entre si, fluxos de tesouraria durante um período acordado”*³⁰. Por outro lado, Maria Clara Calheiros fala antes de *“uma família de contratos, pelos quais se estabelece entre as partes uma obrigação recíproca de pagar, de acordo com modalidades pré-estabelecidas, na mesma divisa ou em diferentes divisas, certas quantias de dinheiro calculadas por referência aos fluxos financeiros ligados a ativos e passivos monetários, reais ou fictícios, ditos subjacentes.”*³¹ Transcrevendo as palavras de Paulo Câmara, *“swaps são contratos através dos quais uma parte transfere o risco económico inerente a um ativo para outra parte, em troca de uma remuneração”*, podendo *“envolver liquidação física”* ou *“assumir referências meramente nocionais.”*³²

27 Cfr. Antunes, J. Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, pág. 168.

28 Cfr. Antunes, J. Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, pág. 167.

29 Cfr. Carlos Ferreira de Almeida, Contratos II, pág. 117.

30 Cfr. Domingos Ferreira, Swaps e Outros Derivados, pág. 89.

31 Definição que tem por base o conceito de *swap* apresentado por BOULAT e CHABERT em: Les Swaps, Techniques Contractuelles et regime juridique, Masson, Paris, 1992. Cfr. Maria Clara Calheiros, ob. cit. P.126.

32 Cfr. CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2009, pág. 202.

Em primeiro lugar, enquanto instrumento financeiro derivado³³, verifica-se que o contrato de *swap* é construído e valorado por referência a outra realidade primária, que a lei designa por ativo subjacente.³⁴ No caso dos *swaps*, o ativo subjacente mais comum consiste numa taxa de juro inerente a um contrato de mútuo celebrado entre uma das partes contratantes e uma instituição financeira.³⁵

Embora o termo *swap* signifique literalmente troca, ou permuta, a natureza jurídica do contrato *swap* é algo controversa. Com efeito, a questão mais debatida no âmbito da doutrina prende-se na assimilação do contrato *swap* ao contrato de permuta.^{36 37} O problema

33 A figura do *swap* encontra-se expressamente prevista no artigo 2º/1, al. f) do CVM, constituindo um instrumento financeiro derivado nominado.

34 Cumpre dizer que esta relação de derivação não significa uma dependência do contrato *swap* ao seu ativo subjacente. Com efeito, a relação jurídica subjacente pode extinguir-se antecipadamente (caso uma das partes decida, por exemplo, amortizar o empréstimo que originou o *swap* e este último continua a existir, com um valor de mercado autónomo e independente, e cada uma das partes contratantes do *swap* continuarão a ser destinatárias dos fluxos financeiros inerentes ao contrato *swap* em execução. Transcrevendo as doudas palavras de Paulo Mota Pinto, “a derivação visa apenas exprimir, no plano económico, o facto de a função económica e o valor de certos instrumentos financeiros, entre os quais o *swap*, depender (ou derivar) da evolução do valor de outros subjacentes (no caso, do valor das taxas de juro aplicadas ao montante “nacional” acordado). Cfr. Mota Pinto, Contrato de Swap de Taxas de Juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar – RLJ, nº 3987, pag. 402. No mesmo sentido, Engrácia Antunes entende que “de um ponto de vista jurídico encontramos-nos perante instrumentos juscomerciais “*a se*” cuja existência e validade é totalmente independente das vicissitudes jurídicas desse ativo”. Cfr. Antunes, Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, pág. 136,137.

35 O contrato de *swap* deriva ou resulta do valor de um outro eventual negócio jurídico subjacente, designadamente de um mútuo, que pode nem sequer existir, mas antes porque o seu valor deriva das alterações de uma variável aplicável ao montante “nacional”, *real ou hipotético*, variável esta, que, no caso dos *swaps* de taxas de juro, é uma taxa de juro”. Por outras palavras, negócio jurídico subjacente e ativo subjacente são conceitos distintos. O primeiro refere-se ao negócio jurídico celebrado entre as partes em relação ao qual deriva ou resulta o valor de determinado ativo subjacente (ex: contrato de mútuo). O ativo subjacente será, por conseguinte, uma variável deste negócio jurídico subjacente, como por exemplo, uma taxa de juro ou de câmbio. Para mais desenvolvimentos, vide Paulo Mota Pinto, ob.cit. pág. 401.

36 Embora não esteja expressamente previsto no CC, o contrato de permuta, troca ou escambo é válido perante o ordenamento jurídico português, sendo-lhe aplicáveis as regras do contrato de compra e venda, ex vi artigo 939º do CC. Segundo Carlos Ferreira de Almeida, “a permuta agrupa um conjunto diversificado de contratos que têm em comum a troca de bens ou serviços por outros bens ou serviços sem natureza monetária, sejam ou não contemporâneas as prestações ou outras atribuições das partes” Vide: Carlos Ferreira de Almeida, Contratos II, pág. 116. Maria Clara Calheiros fala antes de um contrato pelo qual uma pessoa transmite a propriedade de um bem ou outro direito contra a propriedade de outro bem. Para mais desenvolvimentos, vide Maria Clara Calheiros, O contrato de Swap, pág. 119 e ss.

37 A favor da qualificação do contrato *swap* como contrato de permuta, Vide, Carlos Ferreira de Almeida, Contratos II, pág. 118. Segundo este Autor, se bem entendemos as suas palavras, pelo facto de as prestações devidas pelo *swap* serem efetuadas em dinheiro, mas em nenhuma delas se reconhecer uma função de meio de pagamento (de preço), ter-se á de concluir a favor da sua qualificação como contrato de permuta. Para além disso, segundo o mesmo Autor, a função económico-social do *swap* integra-se na categoria dos contratos com função de troca, porquanto neles se verifica bilateralidade da relação custo-benefício, revelada pela dualidade

desta argumentação consiste, entre outros, no facto de o contrato de permuta pressupor noções de valor, equivalência patrimonial e de posse, características que, como veremos, não fazem parte da essência do contrato *swap*, que é, por natureza, um contrato desequilibrado. Outros autores³⁸ consideram antes o contrato de *swap* como contrato atípico³⁹, criado ao abrigo do princípio da liberdade contratual.

3.3) Vantagens e desvantagens do contrato de *Swap*

a) Cobertura de Risco (*hedging*):

Como vimos, o mecanismo económico do contrato *swap* visa neutralizar um risco. Em relação a esse risco, Domingos Ferreira fala em risco das transações, que “*está associado às alterações dos preços dos instrumentos subjacentes transacionáveis (ações, divisas, taxas de juro e matérias-primas), e com o cumprimento das obrigações pelos outorgantes dos contratos.*”⁴⁰ Engrácia Antunes fala igualmente de “*um instrumento de cobertura de risco, que permite às empresas, em particular, salvaguardar-se das consequências adversas das oscilações desfavoráveis das taxas de juro e de câmbio, embora sejam frequentemente utilizados para finalidades arbitragistas, especulativas, e até puramente contabilísticas (swap como mecanismo de cosmética das contas sociais)*”⁴¹

A finalidade de cobertura de riscos é uma finalidade inerente, não apenas aos *swaps*, mas a todos os instrumentos financeiros derivados existentes no mercado.⁴² Ora, este risco está, sobretudo hoje em dia, presente em todos os vetores da atividade económica.⁴³ Nos mercados financeiros, os intervenientes que, tendo de emprestar dinheiro ou tomá-lo de empréstimo, receiam o risco de futuras descidas ou subidas das taxas de juro.⁴⁴ Trata-se do

de prestações e interseteda pela divergência entre as finalidades típicas dos contraentes. Em sentido contrário, Vide, Maria Clara Calheiros, ob.cit, págs. 120 e ss.

38 Cfr. Maria Clara Calheiros, Contrato de Swap, pág. 124,

39 Para uma análise exaustiva do conteúdo e disciplina dos contratos atípicos, Vide VASCONCELOS, Pedro Pais de, Contratos Atípicos, Coimbra, Almedina, 2009, págs. 319 e ss.

40 Cfr. Domingos Ferreira, Swaps e Outros Derivados, pág. 12.

41 Cfr. Antunes, J. Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, pág. 168.

42 Para perceber a evolução histórica dos derivados, bem como a sua caracterização jurídica e finalidades da sua contratação, vide, Antunes, J. Engrácia, Os Instrumentos Financeiros. Para uma análise mais económica destes instrumentos, Vide, Domingos Ferreira, Swaps e outros derivados.

43 A título de exemplo, refira-se o caso de um exportador que quer ver garantidas as suas receitas em divisas, ou de uma sociedade multinacional que pretende proteger os seus dividendos e *royalties*, querendo evitar as consequências eventualmente nefastas da variação das taxas de câmbio. Cfr. Maria Clara Calheiros, O contrato swap, pág. 66.

44 Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit, pág. 67.

denominado risco de mercado.⁴⁵ Neste contexto, o contrato *swap*, enquanto potencial neutralizador económico destes riscos, tem sedimentado a sua posição nos mercados.⁴⁶ Com efeito, um interveniente que tem expectativas de subida de uma taxa de juro a que se encontra exposto (o que iria aumentar consideravelmente os seus custos de financiamento) deseja contratar um *swap* para, recebendo da contraparte fluxos financeiros compensatórios, neutralizar os efeitos económicos do aumento dessa taxa de juro.

Embora ao contrato *swap* estejam frequentemente subjacentes finalidades de *hedging*, a contratação deste instrumento derivado também comporta riscos.

Em primeiro lugar está, naturalmente, o risco de variações das taxas de juro e cambiais num sentido desfavorável à parte que contratou o *swap*.⁴⁷ Em segundo lugar, o risco de crédito ou de incumprimento, enquanto exposição da parte ao não cumprimento do contrato pela outra parte também não é negligenciável.⁴⁸

Importa ainda dizer que a cobertura de risco (*hedging*) enquanto motivação das partes contratantes de um *swap* pode assumir duas modalidades.

Quando determinado agente económico celebra um *swap* visando proteger a totalidade do seu portefólio de ativos e passivos de determinado risco, referente à evolução desfavorável do ativo subjacente (determinada taxa de juro ou divisa), verifica-se que a finalidade deste swap específico foi de *macro-hedging*. Nos casos em que um *swap* é celebrado para cobrir determinado risco referente a um ativo ou passivo determinado, verifica-se que a finalidade subjacente a este swap é de *micro-hedging*. Por outras palavras,

45 Para Domingos Ferreira, o risco de mercado está associado com variações nas taxas de juro e cambiais de referência e nos preços desfavoráveis a uma das partes. Cfr. Domingos Ferreira, *Swaps e Outros Derivados*, pág. 120.

46 Com efeito, as partes desejam através de um *swap* “neutralizar os efeitos financeiros das posições a que estão expostas, pelo que trocam entre si fluxos de pagamentos” Cfr. Domingos Ferreira, *Swaps e outros derivados*, pág. 102.

47 Trata-se de um caso, em termos económicos, em que o pagador encontra-se numa situação de *out-of-the-money*. Um exemplo clássico consiste no facto de, num *swap* de taxa de juro, uma subida das taxas de juro leva a que os pagamentos em taxa variável sejam superiores aos de taxa fixa, pelo que o pagador em taxa variável encontra-se numa posição desfavorável. Cfr. Domingos Ferreira, *Swaps e Outros Derivados*, pág. 119.

48 É verdade que o incumprimento do contrato por uma das partes libera a contraparte de realizar a a sua prestação. No entanto, o facto de os contratos de *swap* não serem objeto de negociação em mercado regulamentado, sem qualquer suporte de uma bolsa ou câmara de compensação leva a que o risco de incumprimento não possa ser negligenciado. Caso existisse um verdadeiro mercado regulamentado de contratos de *swap*, existiria mais liquidez na medida em que, em casos de incumprimento das partes, poderia ser acionada a câmara de compensação, neutralizando deste modo o risco de incumprimento. Sobre esta matéria, Vide. Domingos Ferreira, ob.cit. pag. 120 e Maria Clara Calheiros, ob. cit. Pág. 189 e ss.

o conceito de *macro-hedging* tem uma dimensão holística, referente a todo o portefólio de dívida de determinada empresa, enquanto o conceito de *micro-hedging* refere-se a um ativo ou passivo determinado e individualizado.

b) Especulação (“*trading*”):

O contrato *swap*, enquanto instrumento financeiro derivado, comporta, naturalmente, também finalidades especulativas⁴⁹. Com efeito, como doutamente afirma Engrácia Antunes, “*cobertura do risco e especulação são duas faces da mesma moeda, só abstratamente sendo cindíveis – um empresário só pode cobrir determinado risco da sua atividade económica se encontrar no mercado um investidor disposto a assumi-lo.*”⁵⁰

Por outras palavras, alguns intervenientes no mercado desejam, diferentemente do investidor que procura proteger-se do risco, expor-se ao risco com o intuito de alcançar um benefício económico. Em suma, o especulador é um sujeito que antecipa a evolução dos mercados financeiros, de modo a “*servir a gestão de uma carteira de investimento fundada na assunção de riscos*”.⁵¹

Não é fácil, estando colocados perante determinado contrato *swap*, descobrir as finalidades que lhe estão subjacentes, nem sequer se, no contrato *per se*, existem finalidades especulativas. Por outras palavras, coloca-se a questão de saber se a especulação assentaria em critérios puramente subjetivos, exclusivamente baseados na intenção das partes.

A este respeito, alguns autores afirmam que a especulação será evidente “quando uma das partes celebra um contrato de *swap* numa espécie de vácuo financeiro, i.e., sem possuir uma situação subjacente dependente da particular variável económica em causa no *swap*.”⁵²

Há, todavia, casos, em que nos parece que a finalidade especulativa pode resultar do próprio contrato *swap* celebrado. Será assim em *swaps* em que o montante nocional é

49 Existem várias definições de especulação. Segundo Maria Clara Calheiros, especulação pode ser definida como a consciente e deliberada exposição às incertezas do mercado, com a intenção de alcançar um benefício económico. Cfr. Maria Clara Calheiros, ob. cit. pág. 70.

50 Cfr. Antunes, Engrácia, Instrumentos Financeiros, pág. 125, nota nº 253.

51 Cfr. Maria Clara Calheiros, O Contrato de Swap, pág. 72.

52 Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit. pág. 73. Se bem percebemos as palavras da Autora, a finalidade especulativa está patente quando determinado agente económico, nomeadamente um banco comercial, parte num contrato *swap*, e detentor de uma grande carteira de contratos de *swap*, terá celebrado outro contrato *swap* que anule parcialmente o risco económico do primeiro, pelo que procura, não cobrir um risco, mas tirar proveito da gestão combinada de fluxos financeiros de rotação rápida.

puramente hipotético, não correspondendo a nenhum mútuo celebrado por quaisquer partes do contrato, pelo que, neste swap em concreto, não existirá nenhum risco a cobrir. Neste caso, as partes desejam vincular-se ao pagamento recíproco de importâncias pecuniárias, calculadas em função da evolução de determinado ativo subjacente, assumindo um risco com o intuito de alcançar um benefício económico. Neste tipo de contratos de *swap*, o carácter especulativo é evidente.

c) Arbitragem (“arbitrage”):

As finalidades de arbitragem têm subjacente a ideia de “*realizar aplicações lucrativas que visam tirar partido das imperfeições dos mercados ou preços dos ativos subjacentes.*”⁵³ Por outras palavras, trata-se de uma forma de aproveitamento de diferenças de preços entre mercados equivalentes, aproveitando as vantagens transitórias num ou noutro.⁵⁴

As operações de arbitragem, na medida em que são operações dotadas de elevada complexidade financeira e de um alto conhecimento dos mercados financeiros, são executadas maioritariamente por instituições financeiras⁵⁵, sendo que o contrato de *swap* é um dos meios mais utilizados para esse objetivo.

3.4) Tipos de Contratos de Swap:

a. Swap de cambiais ou de divisas (*currency swap*);

Os *swaps* cambiais ou de divisas (*currency swap*) têm a particularidade de serem os primeiros a aparecer no universo da engenharia financeira,⁵⁶ podendo ser definidos como “*troca de capital e juros periódicos de um empréstimo a taxa fixa contraído em certa divisa, por capital e juros periódicos de um empréstimo contraído em diferente divisa; as*

⁵³ Cfr. Engrácia Antunes, Os Instrumentos Financeiros, pág. 126

⁵⁴ Cfr. Maria Clara Calheiros, ob. cit. pág. 68 e ss.

⁵⁵ Que desejam, por exemplo, investir em divisas fracas investindo de seguida nas divisas que oferecem as mais altas taxas de juro.

⁵⁶ Com efeito, o marco incontornável da história dos contratos de *swap*, importante pelo seu sucesso e pela dimensão económica que lhe subjazia, consistiu no swap cambial celebrado pela IBM e pelo Banco Mundial, em 1980. Para uma análise detalhada do primeiro contrato *swap*, Vide, Calheiros, Maria Clara, ob. cit., pág. 28 e ss.

*taxas de juro fixas dos empréstimos intercambiados refletirão as correspondentes aos empréstimos expressos nas divisas respetivas. V.g. empréstimo em dólares a 10% por empréstimo em marcos a 8%”⁵⁷ ou “contratos em que as duas partes se comprometem a trocar, durante um período de tempo acordado, dois fluxos de juros em divisas diferentes e, no final do período, a trocar os correspondentes montantes principais.”⁵⁸ Por outras palavras, no *swap* de divisas, os pagamentos efetuados pelas partes realizam-se sempre em duas diferentes divisas, segundo uma taxa de câmbio pré-determinada, sendo que as partes procuram proteger-se do risco cambial, utilizando uma taxa cambial predefinida no contrato. Assim sendo, “no início do contrato, ambas as partes conhecem as suas posições relativas, mas como as cotações cambiais serão diferentes na maturidade, uma parte terá um lucro cambial e a outra parte terá uma perda cambial⁵⁹”.*

Ora, retomando o exemplo dado a propósito dos empréstimos paralelos, em que duas sociedades A, e B, sedeadas no Reino-Unido (A) e nos Estados-Unidos (B) desejam financiar as suas filiais, sedeadas, respetivamente, nos Estados-Unidos (B) e no Reino Unido (A).

Como vimos anteriormente, o financiamento no país de residência da filial mostra-se demasiado oneroso, sendo que o *credit rating* detido nos mercados domésticos respetivos permite obter empréstimos em dólares e libras a uma taxa mais vantajosa. Assim sendo, a solução mais vantajosa para esta situação consistiria numa “sincronização dos esforços financeiros” das duas empresas, bastando que a empresa americana contraísse um mútuo em dólares nos Estados- Unidos e a sociedade anglo-saxónica contraísse um mútuo em libras no Reino-Unido. Paralelamente, celebrariam um contrato de *swap*, através do qual cada uma das partes transferiria à outra, o capital mutuado na sua divisa nacional, assegurando ainda periodicamente o fornecimento das quantias necessárias ao pagamento pela outra parte dos juros que se forem vencendo. No termo do contrato, ambas as partes restituem reciprocamente o capital recebido.^{60 61} Note-se que, fruto da inovação financeira, os *swaps*

57 Cfr. Maria Clara Calheiros, ob. cit. pág. 33.

58 Cfr. Domingos Ferreira, Swap e outros Derivados, pág. 165.

59 Cfr. António Pereira de Almeida, ob. cit., pág. 53.

60 Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit., pág. 37

61 Por outras palavras, e retomando ainda o mecanismo dos empréstimos paralelos mencionado supra, na medida em que a finalidade das partes é a mesma – realizar poupanças no custo dos financiamentos pretendidos, percebe-se por que razão o contrato *swap* destronou o uso da referida figura jurídica. Com efeito, a celebração de um contrato *swap* permite às partes atingirem os mesmos objetivos económicos celebrando apenas um único contrato, com maior segurança jurídica, mais facilidades práticas, e que não sobrecarrega o balanço das empresas envolvidas num empréstimo paralelo.

cambiais (assim como os de taxa de juro) podem não implicar qualquer troca inicial de montantes. Com efeito, é possível convencionar exclusivamente o pagamento intercambiado de juros, calculados sobre um valor de referência (denominado montante nocional).⁶²

A crescente complexidade da engenharia financeira levou a uma multiplicação das variantes que o *swap* de divisas pode assumir. Enumeraremos algumas dessas variantes:

- a) *Fixed Rate Currency Swap* – trata-se de um *swap* cambial que tem a particularidade de as partes trocarem efetivamente o capital e os juros, que são calculados por ambas as partes a taxa fixa;
- b) *Crossed Currency Swap* – A troca periódica de quantias, a título de juros vencidos, assenta para uma das partes numa taxa fixa e taxa variável para a outra;
- c) *Floating to floating swap* – Envolve a troca de juros periódicos a taxas variáveis, embora indexadas a diferentes referenciais.⁶³

b. Swap de taxas de juro (*interest rate swap*):

Os *swaps* de taxa de juro têm hoje em dia importância nodal no universo dos derivados, correspondendo a mais de metade de todos os derivados transacionados em mercado de balcão (OTC)^{64 65}

62 Neste caso, o *swap* cambial corresponderá a obrigações periódicas e recíprocas de pagamentos de duas obrigações, em divisas diferentes. Para mais desenvolvimentos sobre o mecanismo económico subjacente ao *swap* cambial, cfr. Domingos Ferreira, *Swaps e Outros Derivados*, pág. 166 e ss.

63 Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit. pág. 38 e Engrácia, J. Antunes, ob. cit, pág. 171. Para uma análise do mecanismo económico de todas essas figuras, Vide, Domingos Ferreira, ob.cit., pág. 172 e ss.

64 Como vimos, não existe um mercado organizado de *swaps*. Estes são, tipicamente, derivados de balcão (*Over The Counter*), negociados entre determinado investidor e uma instituição financeira. Tradicionalmente, o contrato *swap* era negociado cláusula a cláusula pelas partes, sendo verdadeiramente um contrato *tailor made*. Hoje em dia, e atendendo a uma miríade de razões (a título de exemplo refira-se o papel cada vez mais ativo das instituições financeiras enquanto intermediárias e/ou partes no contrato *swap*, a crescente procura deste derivado enquanto meio de cobertura de risco e de redução dos custos de financiamento por parte das empresas, no momento da subida da taxa Euribor, em 2008/9, resultante da crise financeira de 2008, a utilização de contratos-quadro e a contribuição dada pelas codificações das associações profissionais...), assistiu-se a uma uniformização e standardização das cláusulas constantes do contrato de *swap*, sendo que estes contratos se assemelham cada vez mais a verdadeiros contratos de adesão. Ora, como veremos, dessa qualificação resultarão importantes consequências jurídicas, nomeadamente em relação ao direito de resolução do contrato.

65 No final de 2006, os contratos de *swap* de taxa de juro representavam 78,8% do total dos derivados sobre taxa de juro, 82% do total dos *swaps* e 66,3% de todos os derivados transacionados OTC. Cfr. Domingos Ferreira, *Swaps e outros Derivados*, pág. 131.

Este instrumento derivado consiste num contrato pelo qual “*as partes contratantes acordam trocar entre si quantias pecuniárias expressas na mesma moeda, representativas de juros vencidos sobre um determinado capital hipotético, calculados por referência a determinadas taxas de juro fixas e/ou variáveis*”⁶⁶. António Pereira de Almeida ensaia uma definição mais detalhada, considerando estes *swaps* como “*contratos mediante os quais dois mutuários de empréstimos do mesmo montante e com o mesmo vencimento, mas com taxas de juro calculadas sobre bases distintas, se comprometem a fazer pagamentos recíprocos com base nas taxas de juro da contraparte sobre o valor nominal, mantendo-se as partes devedoras dos respetivos empréstimos para com os respetivos mutuantes*”⁶⁷. Trata-se de um contrato “social e economicamente típico, que tem como conteúdo a constituição de obrigações de pagamento recíproco pelas partes e a prazo, num certo momento ou segundo um calendário acordado, de quantias pecuniárias expressas na mesma divisa, correspondentes à aplicação de taxas de juro (ou de uma fórmula que inclui taxas de juro) a um montante subjacente (o “nominal”) real ou fictício, podendo tais obrigações específicas extinguir-se mediante compensação”⁶⁸.⁶⁹

O *swap* de taxa de juro compreende o “*coupon swap*” em que o cálculo de juros de uma das partes se realiza a taxa fixa e o da outra a taxa variável, o “*basis rate swap*”, em que é aplicável às partes taxas variáveis definidas em bases distintas.

Para além deste tipo de *swaps*, existem ainda *swaps* sobre valores mobiliários, especialmente *equity swaps*⁷⁰ e *swaps* sobre mercadorias (*commodity swaps*)⁷¹.

66 Cfr. Antunes, J. Engrácia, Os Instrumentos Derivados, pág. 172.

67 Cfr. António Pereira de Almeida, ob. cit., pág. 52.

68 Com efeito, o contrato *swap* é frequentemente objeto de liquidação financeira, isto é, as obrigações pecuniárias de cada uma das partes extinguem-se mediante compensação. Neste sentido, o contrato de *swap* de taxa de juro será um contrato diferencial caso a obrigação de pagamento recíproco de fluxos financeiros correspondentes à aplicação da taxa de juro ao montante nominal seja extinta por compensação. Sobre os contratos diferenciais, Vide, Engrácia J. Antunes, Os Instrumentos Financeiros, pág. 182 e ss. E Calheiros, Maria Clara, O contrato de swap, pág. 106 e ss.

69 Cfr. Paulo Mota, Pinto, Contrato de Swap de Taxa de Juro, Jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar. RLJ, nº3987, pág. 393.

70 *Equity swaps* são “contratos a prazo em que as partes trocam fluxos financeiros de instrumentos com rendimento variável (ações, carteira de ações ou índice de ações) por fluxos ou outros instrumentos com rendimentos fixos (p.ex: obrigações com taxa fixa) ou instrumentos com uma estrutura diferente. Os fluxos financeiros das ações ou índices são determinados pela variação das cotações bolsistas.” Cfr. António Pereira de Almeida, ob. cit., pág. 53.

71 Nos *commodity swaps* (ou *swaps* sobre matérias-primas) “as partes contratam a troca de fluxos financeiros calculados sobre os diferenciais entre um preço fixo predeterminado e o preço flutuante de mercado em cada

c) **Swaps híbridos**

Sendo a engenharia financeira uma realidade que não conhece limites, apanágio da internacionalização dos instrumentos derivados e dos mercados financeiros, o contrato *swap* tem sido objeto das mais variadas conjugações e peculiaridades.

Com efeito, existem hoje em dia contratos *swap* a prazo modificável (*puttable swap* e *callable swap*), contratos de *swap* sobre valores variáveis, *swap* com limites, *swaps* com taxas de juro alternativas (*roller-coaster swaps*), *swap* a prazo ou diferido (*deferred swap* ou *forward swap*), *swaps* com intervenção de terceiro (*double swap*), ou até *swaptions* (híbrido resultante do cruzamento de um *swap* e uma opção).⁷²

Embora o desenvolvimento destas variantes não seja o objeto propriamente dito deste trabalho, achamos importante dissertar sobre o *swap* com limites⁷³.

O *swap* com limites é um contrato de *swap* que comporta determinados percentuais máximos e mínimos, que, uma vez atingidos, libertam as partes da obrigação de pagamento de fluxos financeiros que estejam acima daquele limite. Num contrato de *swap*, esses limites têm a designação de *caps*, *floors*, e *collars*. O *floor* (que significa literalmente chão) consiste no limite inferior e o *cap* (ou teto) traduz-se no limite superior. Por outras palavras, num contrato *swap* de taxa de juro em que exista um *cap*, a parte que, por via de um *swap*, obrigou-se a efetuar o pagamento de juros à contraparte, calculados à taxa variável, limitará a sua responsabilidade até ao montante máximo estipulado para a evolução da taxa de juro.

A natureza jurídica dos *caps*, *floors* e *collars* é controversa. Há quem considere estes limites como “*cláusulas contratuais que podem ser negociadas num contrato de swap de taxa de juro, cuja função é restringir o risco ou limitar a cobertura de risco que uma das partes assume*”⁷⁴. Por outro lado, há quem os considere como verdadeiros “*contratos a prazo sobre taxas de juro que conferem a uma das partes o direito e/ou obrigação de receber e/ou efetuar o pagamento do diferencial entre a taxa de referência e um determinado limite percentual máximo e/ou mínimo previamente fixado, contra o pagamento e/ou recebimento*

data de vencimento, com base num certo montante nocional de uma matéria-prima ou mercadoria (*commodities*)” Cfr. António Pereira de Almeida, ob.cit., pág. 54.

⁷² Para mais desenvolvimentos sobre estas formas híbridas de contratos de *swap* Vide: Antunes, J. Engrácia, ob.cit., pág. 173, Maria Clara Calheiros, ob.cit., pág. 45-52.

⁷³ Até porque a celebração de *caps*, *floors* e *collars* é relativamente frequente no âmbito de um contrato de *swap* de taxa de juro.

⁷⁴ Cfr. Hélder Mourato, O Swap de Taxa de Juro, pág. 58.

de um prémio”⁷⁵. A este respeito, Paulo Mota Pinto tem uma posição mais neutra, considerando que estas figuras “tanto podem constituir contratos autónomos, que são contratos de limitação de taxa de juro, como ser apostos como elementos acidentais (limites ou barreiras) a um contrato de swap”⁷⁶.

Não pretendemos tomar posição sobre esta problemática, na medida em que extravasaria o escopo deste trabalho, mas entendemos ser importante realçar a existência deste tipo de limites, nem que seja para entender que as consequências do *swap* não assentam exclusivamente numa dicotomia entre ganhos ou perdas astronómicas, sendo possível, através da utilização destes *caps*, *floors*, e *collars*, limitar, em certa medida, o risco do contrato.

4) Caracterização jurídica do contrato de Swap

Hoje em dia, o contrato de *swap* é reconhecido expressamente no ordenamento jurídico português, sendo que esta figura se encontra consagrada no artigo 2º/1/e) do C.V.M.

77

A doutrina é unânime em considerar o *swap* um contrato oneroso,⁷⁸ sinalagmático,⁷⁹ consensual⁸⁰ e de execução sucessiva ou periódica.⁸¹

75 Cfr. Engrácia, Antunes, Os Instrumentos Financeiros, pag. 194.

76 Cfr. Paulo Mota Pinto, ob.cit., pág. 395.

77 Este preceito legal resultou da transposição da Dir. n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros. Para além disso, é possível encontrar diversas referências ao contrato *swap* enquanto instrumento derivado no nº2 da parte 5 do anexo III da Diretiva 2006/48/CE, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e ao seu exercício. A este respeito, é igualmente importante mencionar o Reg. nº 648/2012 do Parlamento Europeu e do CE e o Reg. nº 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho.

78 Na medida em que “não é celebrado com ânimo ou espírito de liberalidade, antes cada atribuição patrimonial sendo realizada em vista da realização de outra atribuição pela contraparte” Cfr. Paulo Mota Pinto, ob. cit., pág. 397-398. No mesmo sentido, veja-se, Maria Clara Calheiros, ob. cit., pág. 78, A. Pereira de Almeida, ob.cit. pág. 65.

79 Do contrato *swap* resultam obrigações para ambas as partes unidas por um nexo de reciprocidade. Cfr. J. Engrácia Antunes, ob.cit, p. 170. No mesmo sentido, veja-se A. Pereira de Almeida, ob.cit. pág. 65, M. Clara Calheiros, ob.cit., pág. 81 e Paulo Mota Pinto, ob.cit. pág. 397.

80 “Os contratos consensuais não exigem qualquer forma específica, bastando que as declarações de vontade que os integrem se manifestem de modo mutuamente compreensível” Cfr. Menezes Cordeiro, Tratado de Direito Civil Português, Direito das Obrigações, Tomo II, 2010, pág. 187. Vide ainda Mota Pinto, ob.cit. pág. 396 e Maria Clara Calheiros, pág. 78-80.

81 “No sentido em que o seu cumprimento não se esgota numa só prestação, antes exige a realização de várias, durante todo o tempo de vigência do contrato” Cfr. Maria Clara Calheiros. Ob.cit. pág. 81. No mesmo sentido,

Questão mais controversa é a qualificação do contrato *swap* enquanto contrato *intuitu personae*⁸² e enquanto contrato aleatório ou comutativo⁸³.

A maior parte da doutrina considera o contrato de *swap* como contrato aleatório.⁸⁴ Com efeito, neste contrato, a obrigação de efetuar uma prestação pecuniária é certa, sendo

Paulo Mota Pinto, ob.cit. pág. 396-397. Com efeito, as obrigações de pagamento decorrentes do contrato *swap* são, de acordo com a maior parte da doutrina, obrigações periódicas de trato sucessivo. Sobre este assunto, veja-se Menezes Cordeiro, Tratado de Direito Civil Português, II, Direito das Obrigações, Tomo I, pág. 523 e ss, Mota Pinto, ob.cit. pág. 397,

82 Em relação a esta problemática, diremos apenas que a atribuição de carácter *intuitu personae* ao contrato *swap* importa diversas consequências jurídicas, nomeadamente a possibilidade de resolução do contrato por erro sobre a pessoa ou a interdição de cessão da posição contratual sem o consentimento da contraparte. Ora, concordamos com Maria Clara Calheiros na afirmação que a atribuição de carácter *intuitu personae* ao contrato *swap* poderá prejudicar o desenvolvimento de um forte mercado secundário de contratos de *swap*, na medida em que iria dificultar a sua circulação e liquidez. Para mais desenvolvimentos, Vide Maria Clara Calheiros, ob.cit., pág. 84-87.

83 Transcrevendo as palavras de Pedro Pais de Vasconcelos, nos negócios comutativos, “(...) a onerosidade é, em princípio, perfeita”, sendo que “(...) à atribuição patrimonial de uma das partes corresponde uma atribuição patrimonial da outra parte de valor, pelo menos, equivalente”. Ora, nos negócios aleatórios, existe uma álea, isto é, “(...) um risco que dá ao negócio o seu sentido jurídico e que influencia o regime e a concretização da sua disciplina. (...) Ao decidirem da sua celebração, as partes assumem voluntária e conscientemente o risco da eventualidade do desequilíbrio patrimonial”. Cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, Teoria Geral do Direito Civil, pág. 384. Por outras palavras, nos contratos aleatórios, “um dos contraentes suporta o sacrifício patrimonial certo, em vista de atribuição incerta, que todavia, a verificar-se, será ou poderá ser de valor superior; ou, então, há reciprocidade de atribuições, mas o valor de ambas, ou de uma delas, não é conhecido antecipadamente, e pode variar em função de determinado fator”. Cfr. GALVÃO TELLES, Inocêncio, Manual dos Contratos em Geral, Coimbra, Coimbra Editora, 2010, pág. 405

84 Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit., pág. 87 e ss, Paulo Mota Pinto, ob.cit., pág. 398, Pedro Gonzalez e João Ventura, em CONTRATO DE SWAP E ALTERAÇÃO DE CIRCUNSTÂNCIAS - ANOTAÇÃO AO ACÓRDÃO DO STJ, PROCESSO N.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, Cadernos CMVM n.º, pág. 11. Em sentido contrário, veja-se: A. Pereira de Almeida, ob.cit., pág. 66. Este autor considera que, na medida em que a cláusula 5.º, al) b) do *Master Agreement* (documento que fixa as condições gerais das operações de *swap* que, futuramente, as partes desejam celebrar) se prever eventos de resolução típicos de uma alteração anormal das circunstâncias, o contrato não poderá ser considerado como aleatório na medida em que este instituto jurídico não poderá ser invocado em contratos aleatórios. Esta argumentação não parece, na nossa opinião, proceder. Com efeito, para além de ser duvidosa a força vinculativa das cláusulas do *Master Agreement*, não percebemos a relação causa-efeito que leva a que o facto de os eventos inseridos nesta cláusula serem típicos de uma alteração anormal das circunstâncias terem como consequência a qualificação automática do contrato *swap* como contrato comutativo. Para além disso, os eventos tipicamente referidos nessa cláusula (tais como a força maior, o risco de ilegalidade superveniente do contrato *swap*, ou o risco de agravamento de uma lei fiscal posterior) não parecem enquadrar-se na álea específica do contrato *swap*, nem subsumir-se aos riscos próprios do contrato, o que impossibilitaria a aplicação do artigo 437 do CC. Com efeito, tendemos a concordar com Paulo Mota Pinto, quando afirma que “por ser um contrato aleatório, ao contrato de *swap* não possa em caso algum ser aplicável o instituto de resolução ou alteração das circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar. Tais hipóteses existem sem dúvida e algumas estão até previstas expressamente no *Master Agreement* da ISDA (...). Simplesmente, o risco de oscilação das taxas de juro, ou de eventos que imediatamente o afetem, esse é que se situa já fora do âmbito daquele instituto, justamente porque é um dos riscos próprios – dir-se-á mesmo que é por excelência o risco próprio – desse contrato de *swap*” Cfr. Paulo Mota Pinto, ob.cit., pág. 399.

apenas o *quantum* desta prestação que é incerto, pois depende da evolução do ativo subjacente. Com efeito, “a distribuição entre as partes das prestações principais e a determinação dos seus quantitativos dependem de acontecimento futuro ou incerto, não influenciável pelos contraentes”⁸⁵. Nesta medida, e tendo ainda em conta as finalidades especulativas com que é suscetível de ser celebrado, poderá o contrato *swap* ser catalogado como contrato de jogo e aposta?

5) Licitude do contrato de *Swap* em Portugal

5.1) Contrato de *Swap* como contrato de jogo e aposta.

É muito difícil encontrar uma definição de jogo e aposta. Com efeito, escreve Inocêncio Galvão Telles, “não se define jogo nem aposta, pela grande dificuldade de o fazer em termos precisos. É preferível não empregar qualquer definição a adotar uma que possa induzir em erro. Fica à jurisprudência o encargo de, nos casos controvertidos, fazer a sua qualificação jurídica, em harmonia com o significado comum das palavras e os mais elementos utilizáveis.”^{86 87} Certo é que o artigo 1245º do CC estatui a nulidade dos contratos de jogo e aposta ilícitos, e sujeita os contratos de jogo lícitos ao regime das obrigações naturais, constante dos artigos 402º e ss do CC.⁸⁸

Segundo Maria Clara Calheiros, o contrato de jogo e aposta possui notas caracterizantes. Segundo esta Autora, será necessário que a vontade de contratar seja exclusivamente dominada pelo desejo de submissão à contingência da verificação de um acontecimento incerto e que ambas as partes, e não apenas uma delas, tenham intenção

85 Cfr. Calvão da Silva, RLJ nº 3979, pág. 264.

86 A *pud* Pires de Lima e Antunes Varela, Código Civil Anotado, Vol II, pág. 852.

87 Huizinga considera o jogo como “uma ação ou ocupação voluntária que se realiza dentro de determinados limites de tempo e de espaço, de acordo com regras voluntariamente aceites, mas não absolutamente obrigatórias, ação essa que tem o seu fim em si mesma e que é acompanhada por uma sensação de tensão e de fruição e pela consciência de ser algo de distinto da vida” cita-se Huizinga a *pud* PINTO DUARTE, Rui, Jogo e Direito, Separata da Revista da Faculdade de Direito da UNL, 2001, pág. 70. Segundo Maria Clara Calheiros, existirá aposta quando se alia ao jogo um interesse económico, ou seja, a perda por um lado e um ganho para outro. Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit., pág. 92.

88 No entanto, *ex vi* do artigo 1247º do CC, que remete para a legislação especial que regula determinado tipo de apostas, algumas poderão ser objeto de verdadeiras obrigações civis. No entanto, a legislação especial sobre esta matéria não contém derrogações expressas do regime constante do CC sobre o jogo e aposta. A título de exemplo, o DL 422/89, referente aos jogos de fortuna e de azar, limita-se a regular o funcionamento dos casinos, nada estatuidando sobre a validade das apostas. Sobre esta matéria, Vide, Rui Pinto Duarte, Jogo e Direito, 2001, pág. 72 e ss.

especulativa.^{89 90} Com efeito, a intenção lúdica (*causa ludica*) inerente ao jogo, aliada ao intuito lucrativo das partes era tradicionalmente considerado como algo não-merecedor de proteção pela ordem jurídica.⁹¹ Por outras palavras, “a aplicabilidade da exceção de jogo dependerá não tanto da maior ou menor carga de aleatoriedade compreendida num contrato, mas sobretudo da função desempenhada por este último, quando aquela consiste na realização de uma finalidade tida como merecedora de tutela por parte do ordenamento jurídico”⁹².

Para além disso, pelo facto de o contrato *swap* comportar, a maior parte das vezes, cláusulas de liquidação financeira, este era assimilado a um contrato diferencial, contratos que, durante muito tempo, eram catalogados como jogo e aposta.⁹³

A realidade, no entanto, mostra-nos outra versão dos factos. O contrato *swap* (em especial o contrato de swap de taxas de juro), na medida em que implica a obrigação de pagamento de uma quantia pecuniária, na mesma moeda, devida por ambas as partes e que resulta da aplicação de uma taxa de juro a um montante subjacente (nacional) leva a que, frequentemente, subsista, no momento do intercâmbio de fluxos financeiros, uma única obrigação de pagamento. Esta obrigação corresponde ao pagamento do diferencial a cargo de uma ou de outra parte. Por conseguinte, “o facto de apenas subsistir uma obrigação para uma das partes resulta da *extinção* das obrigações recíprocas mediante *compensação*.”⁹⁴ Aliás, mesmo que fosse este o caso, atendendo ao disposto no artigo 1247º do CC, que

89 Cfr. M. Clara Calheiros, ob.cit., pág. 92-93.

90 Sobre este assunto, Hélder Mourato efetua uma análise interessante. Segundo este Autor, nos contratos de risco puro, o que distingue verdadeiramente o contrato diferencial, em que o contrato *swap* se insere, do contrato de jogo e aposta consiste no carácter endógeno ou exógeno do risco que lhe está associado. Assim sendo, e se bem entendemos as suas palavras, um contrato aleatório poderá ser classificado como jogo e aposta na medida em que o risco que lhe está associado for considerado endógeno (“criado pelas partes e por elas pretendido, não existe fora do contrato”). Se, por outro lado, num determinado contrato diferencial, o risco a cobrir for “exógeno, real, não fictício e independente do contrato” (p.ex, o risco de oscilação das taxas de juro, que tem repercussões sobre a estrutura económica de determinada empresa) este contrato deverá ser considerado juridicamente válido e gerador de verdadeiras obrigações civis. Para mais desenvolvimento, Cfr. Mourato, Hélder, Swap de Taxa de Juro: A Primeira Jurisprudência, em Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários nº 44.

91 Sobre esta matéria, ainda são atuais as palavras de Georges Ripert: “Le jeu est condamnable parce-que le joueur attend du hasard seul un enrichissement que rien ne justifie. L’ordre public tolère, autorise ou interdit les jeux suivant qu’il y a intérêt social a utiliser ou canaliser une passion humaine, mais la tolérance administrative ne peut justifier un contrat qui reste immoral par lui-même”. Vide. Georges Ripert, *a pud* Rui Pinto Duarte, Jogo e Direito, 2001, pág. 73

92 Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit pág. 104.

93 Cfr. Engrácia, J. Antunes, Os Instrumentos Financeiros, pág. 182 e ss.

94 Cfr. Paulo Mota Pinto, ob.cit. pág. 397. Veja-se ainda, Maria Clara Calheiros, ob.cit., pág. 94.

ressalva a legislação especial sobre a matéria do jogo e aposta, e tendo em conta que o contrato *swap* encontra-se legalmente previsto, e “legalizado por legislação especial”⁹⁵, deverá o *swap* ser considerado como um contrato válido, fonte de obrigações civis.

Para além disso, raros são os casos em que ambas as partes de um contrato *swap* o tenham celebrado com finalidades exclusivamente especulativas.⁹⁶ E mesmo que assim seja, atendendo ao que foi dito supra, para o contrato *swap* ser classificado como jogo e aposta, seria necessário que o intuito especulativo de agentes económicos partes num contrato *swap* fosse considerado uma atividade lúdica⁹⁷, “acompanhada por uma sensação de tensão e de fruição e pela consciência de ser algo de distinto da vida.”^{98 99}

Ora, a especulação e a álea com intuito lucrativo sempre estiveram no “epicentro do Direito Comercial”¹⁰⁰ e desempenham uma função económica válida e reconhecida.¹⁰¹ Assim sendo, concordamos inteiramente com Engrácia Antunes quando escreve que não se poderá sujeitar ao mesmo regime jurídico “a situação de dois jogadores que apostam uma certa soma de dinheiro numa partida de dados e a de dois investidores, que, com vista a prevenir perdas ou incrementar lucros, acordam pagar a diferença entre o valor de partida

95 No mesmo sentido, Vide Calvão da Silva, RLJ nº 3979, pág. 265 e ss.

96 No mesmo sentido, Maria Clara Calheiros afirma que, mesmo no caso dos contratos de *swap* com intuito meramente especulativo, apenas uma das partes será especuladora, enquanto a outra procura precaver-se contras as oscilações do ativo subjacente em causa. Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit. Pág. 204.

97 Este foi um dos argumentos invocados pelo TRL, que decidiu pela não aplicação da exceção de jogo em aposta ao contrato *swap* celebrado nos autos, defendendo, entre outros argumentos, o seguinte: “A especulação distingue-se da finalidade subjacente ao jogo e aposta: a) o especulador actua com o objectivo racional de lucrar, ao passo que o apostador tendencialmente prossegue um fim lúdico” Cfr. Ac. do TRL de 08 de Maio de 2014, Proc. Nº 531/11.7TVLSB.L1-8, Relator: Ilídio Sacarrão Martins, www.dgsi.pt.

98 Huizinga, *a pud*, Rui Pinto Duarte, Jogo e Direito, pág. 70.

99 A este respeito, é mister referir o douto acórdão do S.T.J., de 11-02-2015, que considerou que “O especulador atua com o objetivo de lucrar enquanto o apostador busca um fim lúdico; o especulador faz uma previsão racional da evolução das variáveis e o apostador não; aquele exerce a sua atividade no contexto de um mercado com relevante função económica e social.”, concluindo pela não aplicabilidade da exceção de jogo e aposta ao contrato *swap*. (Cfr. Ac. STJ de 11-02-2015, relator – Sebastião Póvoas, www.dgsi.pt.)

No mesmo sentido, Calvão da Silva defende a impossibilidade de equiparação do contrato *swap* e do jogo e aposta, distinguindo claramente a “função económico-social de gestão de risco, de garantia ou segurança da atividade económico-empresarial, a corresponder ao real interesse dos contraentes, digno de proteção legal”, e a função de “passatempo ou fim lúdico, ou uma quantia pecuniária como efeito (cego) da sorte” Cfr. Calvão da Silva, RLJ nº 3979, pág. 265.

100 Cfr. Engrácia Antunes, ob.cit. pág. 183.

101 Nem se diga que, não existindo especulação, seria impossível para um agente económico realizar operações de *hedging*.

e de chegada de uma taxa de juro, de uma divisa, de um índice de ações, ou qualquer outro ativo subjacente com base numa análise geral macro e microeconómica.”^{102 103}

Em síntese, diga-se que, na nossa opinião, não poderá, em abstrato, considerar-se o contrato *swap* como jogo e aposta.^{104 105} Para além disso, o facto de direito positivo pátrio¹⁰⁶ ter reconhecido expressamente a figura do contrato *swap* veio retirar importância a esta questão, a ponto de certos autores considerarem que “não chega a constituir um problema real¹⁰⁷ ou é um “falso problema”¹⁰⁸, ou que o facto de assimilar o contrato *swap* ao jogo e aposta seria mesmo “*contra legem*”¹⁰⁹ e que a sua validade é hoje “incontroversa.”¹¹⁰

102 Cfr. Engrácia J. Antunes, Os Instrumentos Financeiros, pág. 184.

103 Subscrevemos na íntegra as palavras de Paulo Câmara, quando escreve que “aos primeiros (instrumentos financeiros) subjaz um desiderato de investimento, assunção ou transferência de risco, o que contrasta com a finalidade lúdica do jogo, resultando daí uma plurissecular diversidade no correspondente tratamento normativo”, concluindo este Autor que “as obrigações emergentes dos instrumentos financeiros são obrigações jurídicas, podendo ser judicialmente exigidas”. Para mais desenvolvimentos, Veja-se: Paulo Câmara, ob.cit, Pág. 226-227.

104 Sem prejuízo de, em determinado caso concreto, se prove que as partes de um contrato *swap* utilizaram o mesmo para, desprovidas de qualquer conhecimento macroeconómico, “apostar” na subida ou descida de determinado ativo subjacente, não tendo subjacente nenhuma finalidade de *hedging*, mas exclusivamente finalidades lúdicas. Trata-se, a nosso ver, de uma hipótese meramente académica, sem nenhum reflexo na realidade económico-financeira hodierna.

105 Subscrevemos as doudas palavras de Paulo Mota Pinto, quando escreve que “o facto de o contrato *swap* ser aleatório não significa que deva ser qualificado como (ou equiparado ao) contrato de jogo e aposta. Este é apenas um especial tipo de contrato aleatório entre muitos outros.” Cfr. Paulo Mota Pinto, ob.cit, pág. 398.

106 O direito comunitário também reconhece expressamente a figura dos swaps, mesmo aqueles que são celebrados com capital meramente hipotético. Veja-se o Reg. n° 549/2013, de 21 de Maio e o Reg. n° 2223/96 de 25 de Junho.

107 Cfr. Paulo Mota Pinto, ob.cit. pág. 410.

108 Cfr. Calvão da Silva, *a pud.* Paulo Mota Pinto, ob.cit., pág. 410, nota n° 68.

109 Cfr. Calvão da Silva, RLJ n° 3979, pág. 266.

110 Cfr. Antunes, J. Engrácia, ob.cit. pág. 185.

A jurisprudência portuguesa não é unânime nesta matéria. Com efeito, existem acórdãos que concluíram pela oponibilidade da execução de jogo e aposta ao contrato *swap* e outros que decidiram em sentido contrário.^{111 112}

Concordamos com Maria Clara Calheiros quando escreve que seria desejável uma intervenção legislativa que consagrasse a “validade do contrato *swap* visando finalidades de arbitragem, cobertura de risco ou quaisquer outras finalidades económicas legítimas”¹¹³ na medida em que afastaria de vez o risco legal¹¹⁴ que é, ainda, um fator que obsta ao estabelecimento de um verdadeiro mercado regulamentado de *swaps*.

¹¹¹ No nosso país, a primeira decisão conhecida de um Tribunal Superior sobre o contrato *swap* foi proferida pelo TRL, em Fevereiro de 2011. Esta querela jurídica envolvia uma providência cautelar, requerida por determinada empresa contra uma instituição financeira de que era cliente, cujo efeito pretendido era a “suspensão imediata do débito dos fluxos (financeiros) no âmbito de um contrato de swap de taxa de juro em que, na formação do contrato, o banco teria violado os seus deveres legais de informação”. Para mais desenvolvimentos, Vide: Ac. Do TRL de 17 de Fevereiro de 2011, Proc. Nº 2408/10.4TVLSB-B.L.1-8, Relator: Luís Correia de Mendonça, disponível em www.dgsi.pt. Para uma análise crítica deste Ac. Veja-se ainda, Hélder Mourato, Swap de Taxa de Juro: A Primeira Jurisprudência, em Caderno dos Valores Mobiliários nº44.

¹¹² A título de exemplo, o TRL decidiu que o contrato *swap* integrava o conceito de jogo e aposta, considerando, num Ac. de 2013, que “o contrato de *swap* apenas pode ser caracterizado como tal se dos seus termos for claro que cobre um risco e que o cobre relativamente a uma (ou várias) operação financeira devidamente caracterizada”, sendo que, se “da análise do clausulado contratual não resultar a derivação, o contrato tem de ser analisado independentemente da realidade subjacente de que abstrai.” O TRL conclui que, no caso dos autos, “uma vez que os instrumentos contratuais nada concretizam quanto à relação subjacente de que emanam. Nesta situação o contrato é um produto financeiro abstracto cuja transacção fora de Bolsa não encontra qualquer acolhimento no ordenamento jurídico, configurando efectivamente um contrato de aposta e não um *swap*.”, concluindo pela nulidade do contrato *swap* celebrado nos autos. Cfr. Acórdão do TRL de 21 de Março de 2013, relativo ao Processo 2587/10.0 TVLSB.L1-6, em www.dgsi.pt.

Em sentido contrário, o STJ conclui pela não aplicabilidade do regime jurídico do jogo e aposta, consagrado nos artigos 1245º e ss.do CC, invocando, entre outros, o argumento de que “um instrumento derivado pode ser utilizado sem ligação a um contrato nominado subjacente, uma vez que o próprio contrato de “*swap*” se basta a si próprio não sendo de considerar meramente especulativo apenas pelo facto de não ter por detrás outra figura contratual, já que pode tratar-se de um contrato de natureza financeira com a função de cobertura de riscos”, escrevendo ainda que inexistente nos contratos *swap* a “componente lúdica – embora não essencial – mas que está, de todo arredada dos contratos financeiros.” Para mais desenvolvimentos, Vide, Acórdão do STJ de 11-02-2015, relativo ao Processo nº 309/11.8TVLSB.L1.S1 (relator: Sebastião Póvoas) – www.dgsi.pt. No mesmo sentido, embora com argumentos diferentes, decidiram pela não aplicabilidade da exceção de jogo e aposta o Ac. do TRL de 08 de Maio de 2014, Proc. nº 531/11.7TVLSB.L1-8, Relator: Ilídio Sacarrão Martins, Ac. do TRL de 15 de Janeiro de 2015, Proc. nº 876/12.9TVLSB.L1-6, Relatora: Manuela Gomes e o Ac. do TRP de 15 de Setembro de 2015, Proc. nº 29/14.1TVPRT.P1, Relator: Vieira e Cunha, disponíveis em www.dgsi.pt.

¹¹³ Cfr. Maria Clara Calheiros, ob.cit, pág. 106.

¹¹⁴ Acerca da existência de risco legal, é interessante a narrativa descrita em Maria Clara Calheiros, ob.cit., pág. 136 e ss, em que relata a batalha judicial que envolveu a celebração de contratos de *swap* de taxa de juros por autarquias locais inglesas, que foram, em última instância, declarados nulos pela *House of Lords*, que

5.2) Deveres de Informação:

Importa ainda efetuar uma breve referência aos deveres de informação a investidores que impende sobre os intermediários financeiros. Tendo em conta o papel cada vez mais ativo das instituições financeiras no que respeita à celebração, não apenas do contrato swap, mas de inúmeros instrumentos financeiros,¹¹⁵ e o desequilíbrio informativo existente entre a instituição financeira e o cliente que, no que toca ao contrato swap¹¹⁶, geralmente assume a qualidade de investidor não qualificado¹¹⁷, nos termos do artigo 24º do CVM, sendo que os deveres de informação plasmados nos artigos 304º A, 312º a 312º G, e 314º do mesmo diploma legal revestem uma importância cada vez mais acrescida.

Com efeito, na medida em que os instrumentos financeiros constituem instrumentos jurídicos de risco, o o CVM estabelece determinados deveres jurídicos em ordem a proteger o contraente mais débil, sendo que a violação desses deveres de informação acarreta, por parte das instituições financeiras, responsabilidade civil e contra-ordenacional.¹¹⁸

Ora, tendo em conta que o contrato de *swap* é geralmente proposto por uma instituição financeira, que assume a posição de contraparte central no âmbito deste contrato, é a mesma obrigada a prestar ao cliente todos os deveres de informação consignados no CVM, de modo a que o cliente tome uma decisão esclarecida e fundamentada.

Tendo em conta que o contrato de *swap* é um instrumento financeiro que envolve riscos consideráveis, e considerando o alto grau de aliteracia financeira dos investidores não qualificados e a assimetria informativa existente entre o Banco e o cliente, o cumprimento dos referidos deveres de informação assume um grau de importância ainda maior, sendo a sua verificação essencial para o cliente tomar uma decisão esclarecida. Assim sendo, não é de estranhar o facto de grande parte das demandas judiciais que envolvem contratos de *swap*

considerou que as autarquias locais careciam de capacidade jurídica para a contratação destes instrumentos financeiros.

¹¹⁵ Neste sentido, veja-se Calheiros, Maria Clara, ob.cit., pág.131 e ss.

¹¹⁶ O critério da densidade informativa encontra-se previsto no art. 312º/2 do CVM. Segundo Paulo Câmara, a extensão e a profundidade da informação a prestar devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimento e de experiência que o cliente tiver. Cfr. Paulo Câmara, ob. cit, Pág. 738 e ss,

¹¹⁷ Sobre estes conceitos, veja-se Paulo Câmara, ob. cit. Pág. 233 e ss.

¹¹⁸ A violação de deveres de informação dos intermediários financeiros constitui um ilícito de mera ordenação social, de acordo com o catálogo sancionatório previsto nos artigos 389º e ss. do CVM.

serem motivadas pela violação, por parte das instituições financeiras, dos referidos deveres de informação.¹¹⁹

Para além disso, e tendo em conta o processo de formação do contrato de swap¹²⁰, a utilização de contratos-quadro, contendo maioritariamente cláusulas pré-elaboradas pelo ISDA, numa vertente crescentemente estandardizada pode acarretar a aplicabilidade ao contrato de swap da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais, constantes do DL 446/85, de 25 de Outubro.

Neste sentido, terá plena aplicabilidade o cumprimento do dever de informação contido no art. 5º do mesmo DL, sendo que a sua violação acarretará a exclusão da dita cláusula no contrato singular, já existindo no nosso país decisões de Tribunais Superiores nesse sentido.¹²¹

6) Resolução do contrato por alteração das circunstâncias:

O instituto jurídico da resolução ou modificação do contrato por alteração anormal das circunstâncias, plasmado no artigo 437º do CC, tem sido invocado judicialmente com vista à resolução de contrato *swap*, sendo que a descida inesperada das taxas de juro, que ocorreu depois da crise financeira de 2008, tem sido o fundamento da invocação deste instituto jurídico.

Iremos, portanto, analisar o referido instituto jurídico plasmado no artigo 437 CC, para seguidamente, aferirmos a sua aplicabilidade ao contrato *swap*.

Atendendo ao disposto neste preceito legal, “*se as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar tiverem sofrido uma alteração anormal, tem a parte lesada o direito à resolução do contrato, ou à modificação dele segundo juízos de equidade, desde que a exigência das obrigações por ela assumidas afete gravemente os princípios da boa fé e não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato*”.

¹¹⁹ A título de exemplo, veja-se o Ac. do STJ de 16-06-2015, Relator: Paulo Sá, o Ac. do TRC de 03/03/2015, Relatora: Maria João Areias, assim como os Acs. Do TRL de 02-07-2015, Relatora: Maria José Mouro, e de 28-04-2015, Relator: João Ramos de Sousa, disponíveis em www.dgsi.pt.

¹²⁰ Para mais desenvolvimentos sobre esta matéria, Veja-se Maria Clara Calheiros, ob. cit. Págs. 140-170.

¹²¹ Veja-se, a título de exemplo, o Ac. do TRL do 10-04-2014, Relatora: Adelaide Domingos, disponível em www.dgsi.pt.

Por outras palavras, o instituto da alteração das circunstâncias configura uma exceção ao princípio do *pacta sunt sacervanta*, consagrado no artigo 406º do CC.¹²²

Este artigo estaria pensado para a base negocial objetiva, “em que as circunstâncias relevantes não têm que ter sido efetivamente e erroneamente representadas pelas partes”, isto é “serão relevantes “objetivamente” e nessa perspetiva: isto é, independentemente de terem ou não sido representadas efetivamente pelas partes”.¹²³ Por conseguinte, o artigo 437º não abrange as situações de vícios de vontade contidas nos artigos 240º e ss do CC, referindo-se antes a uma alteração objetivamente anormal que coloque em causa o “equilíbrio contratual estabelecido pelas partes.”¹²⁴

Transcrevendo as doutas palavras de Carlos Mota Pinto, “esta norma concede, pois, como remédio para obviar a uma situação injusta, a possibilidade de resolução ou modificação do contrato”¹²⁵

Todavia, a norma citada não é aplicável indiscriminadamente a qualquer situação de desequilíbrio contratual superveniente motivado por uma alteração anormal das circunstâncias. Para o ser, o desequilíbrio contratual referido deverá afetar gravemente os princípios da boa fé e não se encontrar coberto pelos riscos próprios do contrato.¹²⁶

Transportando esta norma para o âmbito do contrato *swap*, que é, por excelência, um contrato aleatório destinado a negociar sobre o risco e a incerteza, o busílis da questão reside em saber em que casos é que uma alteração anormal das circunstâncias, gravemente lesiva

122 A este respeito, é altamente interessante a análise que Oliveira Ascensão faz da teoria da cláusula *rebus si stantibus*, em ASCENSÃO, José de Oliveira, Direito Civil – Teoria Geral – Vol. III – Relações e Situações Jurídicas, Coimbra, Coimbra Editora, 2002, pág. 188 e ss. Sobre esta matéria, Veja-se MOTA PINTO, Carlos, Teoria Geral do Direito Civil, 4ª Edição por A. Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, Coimbra, Coimbra Editora, 2005, pág.. 605 e ss.

123 FERREIRA, Durval, Erro Negocial: Objeto – Motivos – Base Negocial e Alteração das Circunstâncias, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 1998, pág. 91.

Esta matéria não é isenta de controvérsia, desde logo, porque o artigo 252º/2, relativo ao erro sobre a base negocial subjetiva efetua uma remissão para a aplicação do regime jurídico contido no artigo 437º do mesmo diploma legal. Durval Ferreira entende que estes constituem “duas categorias jurídicas diversas, próprias e autónomas – em que, apenas, é comum a atribuição do direito de resolução ou modificação à parte lesada, o seu estatuído regime” (cita-se Durval Ferreira, em ob.cit. pág. 113.)

124 Cfr. Oliveira Ascensão, ob.cit., pág. 200.

125 Cfr. Carlos Mota Pinto, ob.cit. pág. 609

126 Não é fácil encontrar na doutrina uma definição de risco próprio do contrato. Durval Ferreira entende que “risco próprio ou normal do contrato é aquele que pertence à sua particularidade, é o risco ao qual cada parte se sujeita ao concluir o contrato. Este risco constitui a álea normal do contrato, é-lhe intrínseco. O risco não coberto pelo contrato é-lhe extrínseco, alheio”. Cfr. Durval Ferreira, ob.cit., pág. 99.

do equilíbrio contratual estabelecido entre as partes e do princípio da boa fé, extravasará os riscos próprios do contrato *swap*, de modo a ser-lhe aplicável o regime jurídico plasmado no artigo 437º do CC.

6.1) Problema – Álea enquanto risco próprio do contrato.

O contrato *swap*, enquanto contrato aleatório que é, comporta uma álea específica, que consistirá, atendendo ao tipo de contrato *swap* celebrado, numa evolução (positiva ou negativa) do ativo que lhe é subjacente, seja ele uma taxa de juro, uma divisa, ou qualquer outro.¹²⁷

Como vimos anteriormente, as partes contratantes de um *swap* têm, no momento da sua celebração, expectativas diametralmente opostas em relação à evolução de determinado ativo subjacente, sendo que será a evolução desse mesmo ativo que determinará o montante da obrigação pecuniária devida à contraparte, ao longo da execução do contrato. Com efeito, como doutamente salientam Pedro Gonzalez e João Ventura, “a álea incide não sobre a obrigação de prestar, que é certa, mas apenas sobre a sua medida, que é incerta”¹²⁸.

A este respeito, não se pode deixar de citar as doudas palavras de Calvão da Silva, que afirma que “a apreciação ou depreciação da taxa de juro constitui mesmo o “coração” (*core*) do *swap* firmado pelos contraentes, o risco que elas quiseram cobrir através de um contrato aleatório¹²⁹”, sendo que a sujeição do contrato de *swap* ao instituto da alteração das circunstâncias que levaram à decisão de contratar constituiria uma intolerável “contradição nos termos e desnaturação do *swap*.”^{130 131}

127 Sobre esta matéria, é pertinente a análise descrita por Pedro Gonzalez e João Ventura em: CONTRATO DE SWAP E ALTERAÇÃO DE CIRCUNSTÂNCIAS - ANOTAÇÃO AO ACÓRDÃO DO SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA, PROCESSO N.º 1387/11.5TBCL.G1.S, em Cadernos da CMVM, n.º 48. Segundo estes Autores, o contrato *swap*, para além da álea normal, que consiste no “desconhecimento preciso da medida das vantagens e desvantagens que dele emergirão para cada uma das partes”, existe no contrato *swap* uma álea específica, que reforça a álea normal que lhe é inerente. Segundo estes Autores, a álea específica do contrato *swap* consiste na “sujeição da ocorrência ou da medida das obrigações de prestar previstas no contrato a determinado(s) evento(s) futuro(s) incerto(s) ”.

128 Cfr. Pedro Gonzalez e João Ventura, ob. cit., pág. 11.

129 Cfr. Calvão da Silva, RLJ n.º 3986, pág. 366.

130 Cfr. Calvão da Silva, ob.cit. pág. 366.

131 Com efeito, partilhamos a opinião deste Autor, quando este afirma que “a onerosidade dita excessiva e superveniente entra na normal álea do contrato concreto aqui em causa (*swap*) em que a distribuição da execução no tempo dos anos acordados caracteriza (e é elemento essencial do contrato de) o *swap*, constituindo a causa (*hoc sensu*) deste contrato legalmente atípico” Cfr. Calvão da Silva, ob.cit. pág. 366. Com efeito, tendo em conta a repartição assimétrica do risco inerente ao contrato *swap* e o facto de os fluxos financeiros que dele

Por conseguinte, tendo em consideração que o elemento essencial típico do contrato *swap* consiste na oscilação futura de determinado ativo subjacente, que determinará todos os pagamentos recíprocos intercambiados pelas partes ao longo da execução do contrato, é essa mesma oscilação (num ou noutro sentido) que constitui, na nossa opinião, o risco próprio do contrato de *swap*.

6.2) Descida abrupta das taxas de juro enquanto alteração anormal das circunstâncias?

Coloca-se agora a questão de saber se, em abstrato, uma alteração inesperada no contexto económico-financeiro mundial poderá ser abrangida pelo instituto jurídico enunciado no artigo 437º do CC.

Com efeito, verifica-se que, em Julho de 2007, eclodiu uma crise financeira (a denominada crise de *sub-prime*) que teve efeitos devastadores na economia mundial, em especial na Zona Euro, sendo um desses efeitos o despoletar da crise das dívidas soberanas. Outro dos efeitos (indiretos) que lhe são imputados consistiu na descida abrupta das taxas de juro, nomeadamente a taxa Euribor, motivado pela intervenção do Banco Central Europeu.

Verificou-se algo inusitado. Ao contrário do que seria lógico, a crise financeira teve como consequência descida das taxas de juro, quando o expectável seria uma subida das taxas de juro, na medida em que as instituições financeiras estariam mais relutante em conceder crédito, pois as expectativas de incumprimento dos mutuários seriam mais altas.

Por outras palavras, o cerne da questão consiste em saber se uma mudança radical e inesperada no âmbito dos mercados financeiros e no comportamento dos agentes económicos, que despoletou um acontecimento contrário ao que seria expectável (a descida das taxas de juro) pode ter como consequência a resolução de determinado contrato ao abrigo do instituto de alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar.

Em termos abstratos e teóricos, a resposta parece inequivocamente positiva. Com efeito, uma crise financeira com as características supramencionadas parece cumprir todos

emanam estarem associados a determinado ativo subjacente, cuja oscilação constitui o elemento essencial do contrato, cremos ser de uma intolerável contradição este contrato ser suscetível de resolução com base num desequilíbrio contratual provocado por uma oscilação imprevisível (por mais anormal e onerosa que seja) do mesmo ativo subjacente.

os requisitos cumulativos enunciados no artigo 437º do CC¹³². No entanto, na nossa opinião, não nos parece que a mesma resposta possa ser dada no âmbito de um contrato de *swap* (sobretudo um contrato de *interest rate swap*).

Atendendo à álea específica do contrato *swap*, relativa à evolução de determinado ativo subjacente¹³³, em que as partes possuem sempre expectativas opostas quanto à sua oscilação, e tendo ainda em a realidade económico-financeira hodierna, pautada por um paradigma de risco e de incerteza cada vez mais acentuado, seria incomportável para a certeza e segurança jurídica que um contrato aleatório como o contrato *swap*, destinado a negociar sobre o risco de evolução de determinado ativo, possa ser resolvido por causa de uma evolução inesperada desse mesmo ativo. A nosso ver, trata-se de uma contradição insanável que a ordem jurídica não pode tolerar.

Para além disso, é necessário ter em conta que a *ratio legis* do artigo 437º do CC¹³⁴ foi pensada para um contexto económico e político em que a turbacão dos mercados financeiros era praticamente inexistente. Tendo em conta o cenário atual, parece-nos que esta norma deverá ser objeto de uma interpretação mais literal por parte dos nossos tribunais, de modo a não abranger contratos destinados a negociar sobre o risco, como é o caso do contrato *swap* e dos instrumentos financeiros derivados. A não ser assim, afetaria gravemente o princípio da segurança jurídica, princípio constitucionalmente consagrado num Estado Democrático de Direito, como é o nosso país.

¹³² No mesmo sentido, Veja-se Pedro Gonzalez e João Ventura, ob. cit. Pág. 17.

¹³³ Embora o contrato *swap* seja completamente autónomo e independente do ativo que lhe é subjacente, este é relevante no sentido em que o valor deste contrato é determinado pela evolução do ativo (taxas de juro, divisas...) que lhe está subjacente.

¹³⁴ O instituto da alteração das circunstâncias constituiu uma das novidades do nosso Código Civil, em 1966. No entanto, não podemos esquecer que o contexto económico-político de 1966 era caracterizado, entre outros aspetos, pela existência de uma grande estabilidade monetária, ao contrário do que sucede hoje em dia. Cfr. Capítulo 1.a.

Poderemos, até, ir ao ponto questionar se a *ratio legis* subjacente a este preceito legal ainda se mantém, ou se, pelo contrário, o instituto jurídico vertido no artigo 437º do CC deve ser considerado como arcaico e impróprio à conjuntura política e económica hodierna?

7) CONCLUSÃO

Em suma, tendo em consideração os acontecimentos políticos e económicos dos últimos anos, é legítimo afirmar que o contrato de *swap* já não é um “contrato feliz”, na medida em que os litígios judiciais envolvendo a resolução ou declaração de nulidade do mesmo aumentaram exponencialmente.

Por tudo o que foi exposto no presente trabalho, somos da opinião que o contrato de *swap* não poderá ser qualificado como contrato de jogo e aposta nem poderá ser objeto de resolução por alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar, nos termos do disposto no art. 437º do CC.

O contrato de *swap* contém determinadas características que, invariavelmente, o connexionam ao contrato de jogo e aposta. São elas a técnica de derivação, a cláusula de liquidação financeira, as finalidades especulativas e a possibilidade de o capital “nocional” ser meramente hipotético. No entanto, atendendo ao exposto, inexistente no contrato de *swap* a “*causa ludica*” que é inerente ao jogo, sendo que, mesmo em contratos de *swap* celebrados com finalidades especulativas, pelo menos uma das partes terá a intenção de precaver-se contra determinadas oscilações do ativo subjacente em causa. Para além disso, o facto de o contrato de *swap* se encontrar consagrado expressamente no CVM constitui definitivamente, um importante passo a favor da não aplicabilidade, ao *swap*, da exceção de jogo e aposta.

Em relação à suscetibilidade do contrato de *swap* ser abrangido pelo instituto jurídico de alteração anormal das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar, e transcrevendo as doudas palavras de Calvão da Silva, sob pena de cair numa “contradição nos termos e uma desnaturação do *swap*”, não poderá um contrato aleatório, cujo risco próprio (e elemento essencial típico do negócio jurídico) consiste na oscilação de determinado ativo subjacente, ser resolvido, nos termos do art. 437º do CC, com o argumento de que a oscilação do mesmo ativo subjacente se revelou demasiado desfavorável para uma das partes. A ser assim, para além de coarctar irremediavelmente as exigências de certeza e segurança jurídica, pilar essencial do Estado de Direito Democrático, a suscetibilidade de determinado contrato de *swap* ser resolvido por alteração anormal das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar ultrapassaria claramente os limites da boa-fé negocial.

Para além disso, não cremos ser descabido considerar que o comportamento de uma parte que, em determinado contrato de *swap*, tendo aceite e representado psicologicamente a possibilidade de ocorrência de prejuízos, derivados de uma oscilação desfavorável do ativo subjacente ao mesmo contrato de *swap*, vir, em momento posterior, requerer a resolução do mesmo contrato motivada por uma evolução excessivamente desfavorável desse mesmo ativo poderá mesmo, *in extremis*, consubstanciar um abuso de direito na modalidade de *venire contra factum proprium*...

Por tudo o que foi exposto, somos a favor da inaplicabilidade das figuras jurídicas supra-mencionadas ao contrato de *swap*. Não obstante, e tendo em conta os elevados riscos inerentes à execução do contrato de *swap*, aliado à crescente padronização e estandarização dos contratos-quadros no processo de formação do contrato, deverá ser exigido maior rigor em relação ao cumprimento dos deveres de informação constantes, quer do CVM, quer da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais.

BIBLIOGRAFIA:

ANTUNES, José Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, Coimbra, Al Medina, 2009;

ANTUNES VARELA, João de Matos / PIRES DE LIMA, Código Civil Anotado, Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2010;

ASCENSÃO, José de Oliveira, Direito Civil – Teoria Geral – Vol. III – Relações e Situações Jurídicas, Coimbra, Coimbra Editora, 2002;

BOULLOSA GONZALEZ, Pedro, Interest Rate Swaps: Perspetiva Jurídica, em Cadernos de Mercado e Valores Mobiliários nº44, Abril de 2012;

CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2009;

CALHEIROS, Maria Clara, O Contrato de Swap, Coimbra, Coimbra Editora, 2000;

CALVÃO DA SILVA, João, Swaps e Jogo e Aposta, em Revista de Legislação e Jurisprudência nº 3979;

CALVÃO DA SILVA, João, Swaps e Alteração de Circunstâncias, em Revista de Legislação e Jurisprudência nº 3986;

ESTEVES, João Cantiga, Contratos de Swap Revisitados, em Cadernos de Mercado e Valores Mobiliários nº 44, Abril de 2012;

FERREIRA, Domingues, Swaps e Outros Derivados, Letras e Conceitos, Lda, 2011;

FERREIRA, Durval, Erro Negocial: Objeto – Motivos – Base Negocial e Alteração das Circunstâncias, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 1998;

FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos, Contratos II – Conteúdo – Contratos de Troca, Coimbra, Almedina, 2010;

GALVÃO TELLES, Inocêncio, Manual dos Contratos em Geral, Coimbra, Coimbra Editora, 2010;

GONZALEZ, Pedro / VENTURA, João, Contrato de Swap e Alteração de Circunstâncias - Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo N.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, em Revista de Mercado e Valores Mobiliários nº 48, Agosto de 2014;

MENEZES CORDEIRO, Tratado de Direito Civil Português, Direito das Obrigações, Tomo II, Coimbra, Almedina, 2010;

MOTA PINTO, Carlos, Teoria Geral do Direito Civil, 4ª Edição por A. Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, Coimbra, Coimbra Editora, 2005;

MOTA PINTO, Paulo, Contrato de Swap de Taxas de Juro, Jogo e Aposta e Alteração das Circunstâncias que fundaram a decisão de Contratar, em Revista de Legislação e Jurisprudência nº 3987;

MOURATO, Hélder, O Contrato de Swap de Taxa de Juro, Coimbra, Al Medina, 2014;

MOURATO, Hélder, Swap de Taxa de Juro: A Primeira Jurisprudência, em Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários nº 44, Abril de 2013;

NETO, Abílio, Código Civil Anotado, 6ª Edição, Lisboa, Livraria Petrony, 1987;

PEREIRA DE ALMEIDA, António, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira da Almeida, Instrumentos Financeiros: Os Swaps, Coimbra, Almedina, 2011;

PINTO DUARTE, Rui, Jogo e Direito, Separata da Revista da Faculdade de Direito da UNL, 2001;

VASCONCELOS, Pedro Pais de, Contratos Atípicos, Coimbra, Almedina, 2009

